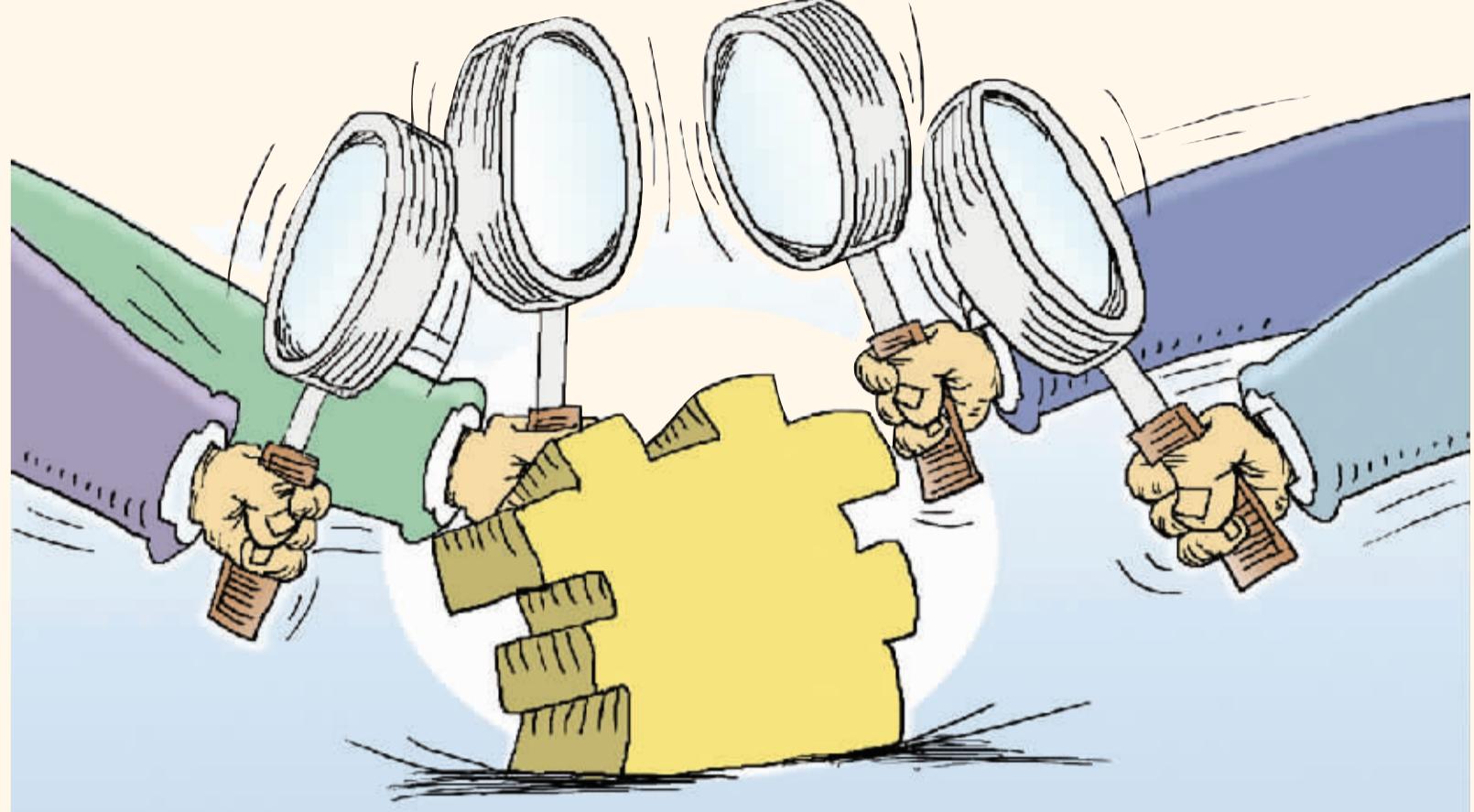


告别暴利时代

私募机构“收成”承压

□本报记者 徐金忠 黄淑慧

在去杠杆、消套利的监管大环境下，昔日长袖善舞的私募股权巨头们，如今纷纷遭遇资本运作的政策掣肘。而随着一二级市场之间价差红利的缩减，以及减持新规下退出周期的拉长，私募股权投资业务也面临业绩承压的难题。私募机构普遍认为，严监管的基调下，未来政策的因素仍将会推动行业转型升级、回归本源，一段时间内，伴随着业务调整等，机构的“收成”将持续面临压力。



长袖善舞已成“过去时”

2015年上半年如火如荼的大牛市中，“挂牌新三板一定增融资+收购扩张”是各家PE巨头的常见“玩法”，以这种四两拨千斤的方式，一些PE机构迅速实现了自身金融业务的非常规式扩张。九鼎集团作为典型案例，将这一模式演绎至极致。作为首家挂牌新三板的PE机构，九鼎集团通过定增累计获取了高达122亿元的融资，并迅速进军公募基金、券商、互联网金融、保险等业务领域，构建了“九鼎系”金融版图。2015年5月，九鼎投资出资41.5亿元收购中江集团，间接手握A股上市公司中江地产（后更名为九鼎投资），并以上市公司支付9.1亿元现金收购昆吾九鼎100%股权，从而将私募股权投资业务注入上市公司。

此后，九鼎投资意图继续施展财技，于2015年11月抛出120亿元的定增计划，拟以10元/股的价格向北京同创九鼎、拉萨昆吾和中江定增1号非公开发行不超过12亿股，其中同创九鼎及拉萨昆吾认购金额不超过115.6亿元。然而在金融监管力度加强的环境下，九鼎投资的定增方案遭到监管部门质疑。2016年2月，证监会行政许可项目审查反馈意见通知书中表

示：采用先现金收购大股东资产，再向大股东发行股份募集资金而未采用发行股份购买资产并募集配套资金的形式完成资产收购及募集资金，是否涉嫌规避监管，资产购买及增资行为，本质上是否已构成私募股权投资业务的借壳上市。

九鼎投资在随后的回复中做出了澄清，不过这一定增方案在2016年9月做出了修改，非公开发行价格由10元/股调整为32.07元/股，募资金额由不超过120亿元调整为不超过15亿元，募资用途由基金份额出资、“小巨人”计划调整为紫金城项目。而在不久前的9月5日，这份几经修改的定增计划也最终被九鼎投资宣告终止。

与此同时，2016年5月27日，股转中心对于私募管理机构的挂牌准入新增八项规定，已挂牌的私募机构亦应当进行自查和整改，后续的股票发行、规范运作、并购重组和信息披露也应符合新的要求。在此背景下，PE机构利用新三板融资的政策环境发生逆转，打破了私募机构资本运作的循环。

九鼎集团自2015年6月因“筹划重大资产重组和非公开发行股票”以来，至今处于停牌状态。并

且，7月九鼎集团因年报内容和美元债发债情况遭股转系统接连问询。8月，九鼎集团作为挂牌新三板的类金融公司，因未在4月底前编制并披露2017年一季报，构成信披违规，被股转系统采取了自律监管措施。

市场人士指出，考虑到停牌期间新三板市场屡创新低，复牌之后九鼎集团的股价必然承受着巨大压力。九鼎集团目前已向股转系统申请，将公司股票转让方式由做市转让变更为协议转让。

最近，另一家PE机构——硅谷天堂则因当年的定增价与目前股价的巨大价差，而陷入了与定增投资者的纠纷中。其他诸多PE巨头同样陷入了扩张模式受阻的困境，比如举牌买壳的中科招商，其在2015年中曾耗资40多亿元举牌16家上市公司。此种投资模式在市场向好之时曾给中科招商带来不菲收益，而在如今IPO提速、壳资源式微的背景下，圈壳养壳的套利模式已成明日黄花。今年年初，中科招商频频发布减持计划，意欲“清仓”多家上市公司。截至目前，中科招商已陆续减持三变科技、丰乐种业、北矿科技等公司，已不再是上述公司的持股5%以上的股东。

退出周期拉长影响收益

抛开资本“杠杆式”的辗转腾挪，即便是传统的私募股权投资业务，PE机构们也面临着来自减持新规等方面的压力，并因此影响到了业务“收成”。

根据减持新规，持有上市公司首次公开发行前股份的股东在减持该等股份时需要遵守“在任意连续90日内，通过集中竞价方式减持的股份不超过上市公司股份总数的1%，通过大宗交易减持的数量不超过股份总数的2%”的规定。持有的上市公司非公开发行股份的股东在减持该等股份时除上述规定外还需遵守在限售期解禁后12个月内通过集中竞价交易减持该部分股份不得超过非公开发行数量的50%的规定。

九鼎投资此前在2017年中报表示，2017年上半年，私募股权投资管理业务为公司主要收入及利润来源，本期投资管理业务总收入较上年同期减少8.82%，业务及管理费用较上年同期减少15.68%，主要系报告期内在管基金所投项目退出收回金额同比

减少，项目管理报酬下降；同时证监会出台“减持新规”后，公司部分在管已上市项目减持退出周期拉长，短期内的减持收回金额减少所致。

另一方面，虽然IPO加速利好PE/VC行业，但一级市场与二级市场价差红利缩小，也给PE/VC机构的盈利能力带来了挑战。2017年以来，在IPO常态化背景下，市场供应整体增加，二级市场估值中枢缓慢下移。由于过去几年，一级市场竞争已较为激烈，估值水平被逐渐推高，未来几年一二级市场之间的价差还可能进一步缩小。当前不少机构已经发现很多Pre-IPO项目已面临严重的估值虚高的问题。中国证券报记者了解到，部分Pre-IPO动辄二三十倍的市盈率，特别是在TMT、医疗等行业内的项目，更是有点奇货可居、坐地起价，甚至出现一二级市场价格倒挂的情况。汉理资本创始人钱学锋日前表示，在新三板市场，目前投资者有机会做转板投资的绝大部分项目的定增都远远超过IPO的价值，平均估值达25倍、30倍，甚至80倍、90倍。

PE行业洗牌进行时

根据中国证券投资基金管理协会最新公布的数据，截至8月底，私募基金实缴规模高达10.21万亿元。其中私募股权、创业管理人规模占62%，成为推动私募规模增长的主要力量。

数据还显示，截至8月底，已登记的私募股权、创业投资基金管理人11950家，比去年底增加2744家；管理正在运作的基金25407只，比去年底增加7475只。

不过，业内人士表示，虽然私募股权基金行业规模处于增长态势中，但是在强力监管下，PE行业正面临洗牌。告别暴利时代的PE行业，需要苦练内

功，慧眼挖掘优质标的，为所投项目的战略、经营以及财务决策等提供高质量服务，才能保证投资的回报率，而这无疑也加快了PE机构的优胜劣汰进程。

梳理PE机构上半年的业绩可以发现，其分化的态势明显。特别是之前一些享受A股市场“投资+套利”模式的机构，在当前的监管态势下，此前积极参与、看似旱涝保收的盈利模式，遭遇巨大的挑战。特别是此前一些“击鼓传花”式的项目，面临吸引力下降、资金不看好、投资者不买账等的挑战，项目在转手的过程中越来越不顺畅。私募行业

正面临深刻的洗牌转型，特别是一些资源、资质较差，行业拓展能力较弱，对风险管控又相对乏力的机构，监管和市场变化带来的压力将对它们产生优胜劣汰的效果。

“行业正在面临‘产能’出清，落后的、不合时宜的、不懂变通的、墨守成规的机构将是需要被出清的‘产能’。一旦行业得以出清，且相关投资项目收益回归正常、项目投资链条更为顺畅，那么到时候一批有市场竞争力的机构将脱颖而出，由此产生行业发展的新动力，我相信这样的结果一定能够实现。”上述私募机构管理人士期许。

挂牌私募盈利显著分化 行业进入洗牌期

□本报记者 黄淑慧

从2017年新三板中报披露情况来看，新三板挂牌私募（包括股权投资类私募和证券类私募）的业绩呈现明显分化，显示行业步入了洗牌期。具体来看，纳入统计的30家私募机构中，6家私募上半年净利润在1亿元以上，8家私募净利润不足100万元；而从净利润增速来看，既有同比增速几十倍的公司，亦有下滑幅度超过90%乃至100%的案例，体现出这一行业盈利的高波动性。

业绩分化和波动性凸显

财汇金融大数据终端显示，挂牌私募的中报业绩分化较大，6家私募上半年净利润在1亿元以上，9家私募净利润不足300万元。

私募机构的业绩波动幅度也较普通行业更大，今年上半年，有10家私募净利润同比增长超过一倍，其中菁英时代（833899.OC）净利润增长45倍至1211万元，浙商创投（834089.OC）增长15倍至4749万元。

同时，有10家私募净利润同比下滑，其中思考投资（831896.OC）上半年亏损268万元，相比去年同期的1748万元，下跌了115%；架桥资本（833689.OC）净利润则大幅减少98%至72万元，天信投资（831889.OC）净利润也大幅下滑90%至266万元。

东北证券研究员付立春指出，私募半年报表现分化明显，尤其是规模较小的机构波动较大。这可能与投资项目周期、细分行业优势，以及资本市场行情有关。现在资本市场流动性不充分，导致私募机构曾经享受的从天使到VC、PE、上市公司、散户的溢价传递链条不再那么顺畅。如果不是特别优质的项目，融资会越来越困难；而没有资金支持，失败概率越来越大，形成恶性循环。很多有风险或依赖资本发展的行业就难以继，‘裸泳’的项目就会浮出水面。私募行业正处于洗牌转型期，PE机构的资源、整合能力、风控能力，以及募资管退链条各环节竞争力显得更加重要。未来行业集中度会越来越高，会有一批优质私募胜出，而一些踩雷、能力不足的私募机构会遇到挑战，甚至会面临困境。

私募龙头主业不彰

从业绩报表来看，市场上耳熟能详的几大巨头，日子也显然不如往昔风光。尽管九鼎集团（430719.OC）依旧以39.73亿元的营收和5.73亿元的净利润排在各私募机构中首位，营收和净利润同比增速分别高达129.81%和37.91%，但是贡献度最大的却是保险业务，而非私募股权投资业务。

九鼎集团中报显示，2017年上半年营业总收入同比实现大幅增长的最主要原因是：报告期内已合并富通保险的财务报表，其保险业务收入较大，而上年同期未合并富通保险的财务报表。而私募股权业务载体——九鼎投资（600053）上半年营业收入3.31亿元，净利润1.31亿元，较上年同期的6.58亿元和1.66亿元分别下降了49.76%和21.33%。此外，九州证券今年上半年亏损1.06亿元，而去年同期实现了1.93亿元的净利润。

中科招商（832168.OC）在经历了2016年业绩大幅下滑99%后，净利润重新回到挂牌PE机构前列，今年上半年公司盈利暴增4倍至2.2亿元，不过营业收入同比减少21%至2.77亿元。公司表示，营收下降主要原因是受证券市场的波动影响，新设基金较少，原有基金退出节奏放缓，基金管理费、业绩分成收入减少。而净利润增长的主要原因是减持了部分上市公司股份所获得的投资收益。

硅谷天堂（833044.OC）则延续了净利润下滑的态势，今年上半年公司营业收入2.29亿元，增长24.61%，但净利润下滑75.12%至1323万元，而硅谷天堂去年净利润就已经大幅下滑56%。

较大的私募机构中，财务上表现较好的是天图投资（833979.OC）和明石创新（832924.OC）。天图投资上半年营业收入和净利润分别达到5.39亿元和4.81亿元，同比均增长1.4倍。明石创新上半年营业收入和净利润分别为4.9亿元和3.8亿元，同比增长4.7倍和37%。

记者观察

消套利催生新业态

□本报记者 徐金忠

今年以来，严监管成为资本市场的重要主线，“去杠杆、消套利”正在催生市场的新业态，锻造机构的新业态，让市场中的参与者回归到投资的本原。

曾几何时，资本市场上一度充斥着各种乱象，粗暴的套利、灰色的交易、打擦边球等居然以“创新”之名大行其道。对于某些私募机构而言，粗暴的、违规的套利方式，甚至可以成为赚钱利器；突破底线、“砸烂”风控的机构反倒成为市场的获利者。这样的案例，开坏头且恶化风气，违法违规机构产生的所谓赚钱效应，对市场上的其他机构造成了竞争的不公平，树立了很坏的例子。进而，劣币驱除良币，违法违规的机构、粗暴灰色的业务充斥市场，让合法合规的机构、风险可控的业务在市场上难以继；谁的底线低，谁成为赢家。甚至有人喊出“谁认真谁就输了”的歪论。

但是，这样的歪理邪说、旁门左道最终将不可能会“生根”这个市场。市场上泛滥的乱象，触发了监管的强势介入。“去杠杆、消套利等的监管利器纷纷祭出”，不论是再融资新政、减持新规、流动性新规等具体的规章制度，还是金融服务实体经济、防范金融风险推进金融改革等大方向，都推动市场朝着健康的方向、健康的生态发展。

于是乎，市场上某些机构的原有“套路”开始不适应了，再融资新规出来，上市公司、定增机构等惊叹变局来临；减持新规出来，上市公司股东、股权投资机构等惊呼生意难做；如此等等。一时间，有私募机构感叹“人间”，因为定增业务的“猫腻”无处躲藏、壳生意“没了市场、股权投资项目没了接盘方”。

这样的“叫苦不迭”一时间在舆论中甚至还引发同情，认为强监管之下生意难做。但是，莫被这样的“噪音”干扰，莫被这样的论调混淆视听。监管的持续落地，带来的是市场的新业态，机构的新业务，投资人的合理回报。

如今，“去杠杆、消套利之下，有核心竞争力的、风险合理管控的、合法合规经营的机构，并不是日子难过，而是日子过得越来越规范，日子也会越过越好”。为什么会这样？因为监管正在强力出清市场上的“劣币”，给真正的“良币”以合理的价值和合理的收益，给合法合规、稳健经营的机构以足够的空间和足够的回报。由此，市场进入新的生态之中，市场参与者在新的生态之中，找到自己的定位，找到自己的优势，找到自己的“金饭碗”。

很多人会发现，相对此前机构的纵马狂奔、泥沙俱下，现在很多的机构步步为营、潜心经营；相比此前的机构好高骛远、痴人说梦，现在很多的机构脚踏实地、回归初心；相比此前的机构蝇营狗苟，现在很多的机构有所为有所不为、珍惜自己的羽毛。新的市场正在迎来新的动能，新的动能正在缔造新的市场生态，市场的良性循环正在造就。